



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	16.31
总股本/流通股本(亿股)	6.33 / 2.75
总市值/流通市值(亿元)	103 / 45
52周内最高/最低价	19.23 / 9.54
资产负债率(%)	34.9%
市盈率	31.98
第一大股东	广西华锡集团股份有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 魏欣
SAC 登记编号: S1340123020001
Email: weixin@cnpsec.com

华锡有色(600301)

锡铋产品逐步放量，成本优势显著

● 投资要点

事件: 公司发布 2023 年度报告和 2024 年一季报，2023 年全年公司实现营业收入 29.24 亿元，同比+5.66%，实现归母净利润 3.14 亿元，同比+43.39%。2023 年 Q4 实现营业收入/扣非归母净利润 9.57/1.07 亿元，2024 年 Q1 实现营业收入/扣非归母净利润 9.64/1.25 亿元，同比+61.61%/+52.63%，环比+0.73%/+16.82%。

量: 2023 年公司锡精矿/锌精矿/铅铋精矿产量 0.65/3.59/1.41 万吨，同比+22.91%/+32.69%/+22.69%，其中锡精矿、锌精矿部分直接外售，大部分委托加工为锡锭、锌锭。

价: 2023 年锡锭/锌锭/铅锭/铋锭价格同比-14.77%/-14.19%/+2.84%/+2.95%，2024 年 Q1 均价同比 +3.64%/-1.33%/-0.33%/+9.99%。

利: 2023 年公司实现毛利 11.13 亿元，整体毛利率为 38.09%，锡锭/铅铋精矿/锌锭分别贡献 4.79/3.62/0.84 亿元，毛利率分别为 39.57%/70.74%/17.42%。

成本: 我们计算公司锡产品/锌产品采选成本为 8.08/0.88 万元/吨，考虑加工成本情况下分别为 9.99/1.28 万元/吨，成本优势显著。

费用方面，2024 年 Q1 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 0.23%/5.55%/1.16%/0.49%，较 2023 年下降 0.05/1.51/1.30/1.30pct。

锡铋资源储量丰富，24 年产量仍有提升空间。 根据公司披露，公司主要矿山铜坑矿、高峰矿旗下锡/锌/铅/铋金属资源量为 22.61/97.63/21.41/20.88 万吨，权益资源量为 15.42/69.84/13.20/13.58 万吨，硫化锌矿金属资源量为 113.38 万吨。正常年份锡/锌/铅/铋产量为 0.98/4.99/1.00/0.94 万吨，权益产量为 0.79/3.88/0.68/0.67 万吨。此外公司加速实施铜坑矿区锡铋矿产资源开发项目、105 号矿体扩能工程项目建设，推进新采矿工艺及新设备的井下使用，加强选厂技术攻关，提高选矿金属回收率，2024 年产量仍有提升空间。

投资建议: 2024 年锡、铋金属均面临供给紧缺困境，开年以来价格稳步上行，展望后市锡价受益于半导体需求复苏，铋价有望持续受益光伏需求景气，阻燃需求或有复苏可能，我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 32.67/34.37/36.56 亿元，分别同比增长 11.74%/5.22%/6.36%；归母净利润分别为 4.34/4.83/5.47 亿元，分别同比增长 38.49%/11.32%/13.16%，对应 EPS 分别为 0.69/0.76/0.86 元。

以 2024 年 4 月 25 日收盘价为基准，对应 2024-2026E 对应 PE 分别为 24.39/21.91/19.36 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示:**

金属价格下跌风险, 股权变动风险, 政策变动风险, 产销量不及预期风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2924	3267	3437	3656
增长率(%)	5.66	11.74	5.22	6.36
EBITDA(百万元)	967.48	1069.53	1175.81	1312.66
归属母公司净利润(百万元)	313.52	434.21	483.38	547.00
增长率(%)	43.39	38.49	11.32	13.16
EPS(元/股)	0.50	0.69	0.76	0.86
市盈率(P/E)	33.77	24.39	21.91	19.36
市净率(P/B)	3.02	2.69	2.40	2.13
EV/EBITDA	8.61	9.23	7.69	6.07

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	2924	3267	3437	3656	营业收入	5.7%	11.7%	5.2%	6.4%
营业成本	1810	1889	1934	1990	营业利润	31.8%	38.5%	11.3%	13.2%
税金及附加	107	119	126	134	归属于母公司净利润	43.4%	38.5%	11.3%	13.2%
销售费用	8	9	10	10	获利能力				
管理费用	206	231	243	258	毛利率	38.1%	42.2%	43.7%	45.6%
研发费用	52	59	62	66	净利率	10.7%	13.3%	14.1%	15.0%
财务费用	72	33	33	33	ROE	9.0%	11.0%	10.9%	11.0%
资产减值损失	-9	-7	-7	-7	ROIC	11.3%	13.6%	13.2%	13.0%
营业利润	664	920	1024	1158	偿债能力				
营业外收入	3	3	3	3	资产负债率	34.9%	27.2%	24.4%	22.0%
营业外支出	3	3	3	3	流动比率	0.74	1.21	1.78	2.39
利润总额	664	919	1023	1158	营运能力				
所得税	102	141	157	177	应收账款周转率	88.92	93.68	88.79	68.98
净利润	562	778	866	980	存货周转率	9.15	10.04	10.17	9.11
归母净利润	314	434	483	547	总资产周转率	0.44	0.48	0.46	0.44
每股收益(元)	0.50	0.69	0.76	0.86	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.50	0.69	0.76	0.86
货币资金	918	1541	2365	3435	每股净资产	5.54	6.22	6.99	7.85
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	44	26	51	55	PE	33.77	24.39	21.91	19.36
预付款项	7	39	40	41	PB	3.02	2.69	2.40	2.13
存货	370	280	396	407	现金流量表				
流动资产合计	1507	1969	2937	4026	净利润	562	778	866	980
固定资产	1436	1355	1272	1186	折旧和摊销	224	118	120	122
在建工程	928	925	930	936	营运资本变动	33	217	-119	10
无形资产	2057	2057	2057	2057	其他	82	43	40	40
非流动资产合计	5115	5017	4939	4860	经营活动现金流净额	901	1157	908	1153
资产总计	6622	6985	7877	8886	资本开支	-94	-41	-50	-50
短期借款	810	810	810	810	其他	0	8	0	0
应付票据及应付账款	468	489	501	515	投资活动现金流净额	-94	-33	-50	-50
其他流动负债	763	328	342	356	股权融资	593	0	0	0
流动负债合计	2042	1628	1653	1682	债务融资	-80	-470	0	0
其他	272	271	271	271	其他	-1327	-31	-33	-33
非流动负债合计	272	271	271	271	筹资活动现金流净额	-814	-501	-33	-33
负债合计	2314	1898	1923	1952	现金及现金等价物净增加额	-6	623	825	1070
股本	633	633	633	633					
资本公积金	1561	1561	1561	1561					
未分配利润	1250	1619	2030	2495					
少数股东权益	806	1150	1533	1966					
其他	59	125	197	279					
所有者权益合计	4308	5087	5953	6934					
负债和所有者权益总计	6622	6985	7877	8886					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048